

# 论我国柜台交易市场的现状及发展

马 兰

## 一、柜台交易市场的形成及功能

柜台交易市场在证券交易市场的发展过程中,比证券交易所的历史要悠久得多,在股票、债券等有偿证券产生的同时,就有了供其流通转让的广泛市场。这种原始的证券交易市场,从其组织形态、交易程序等方面看,实质上类似于现代的柜台交易市场。在证券交易所产生以后,证券有了集中、固定的交易场地,但证券要在交易所内挂牌交易,必须符合一定的上市条件,遵守一系列严格规定,从而保障投资者利益,这就使得一部份证券发行以后,不能在交易所内交易,柜台交易市场也就延续并保留下来了。

柜台交易市场又称店头市场,是指证券经纪人或证券自营商不通过证券交易所,将未上市证券及一小部分已上市证券直接同投资者进行买卖的市场。柜台交易不象交易所场内交易那样,集中在一个中央场地进行,它是由许多规模大小不一的柜台组成的分散于全国各地的松散市场。柜台市场不象场内交易那样公开竞价,它提供协议价格,交易双方包括证券自营商与客户之间通过协商确定价格。参与柜台交易的除了自营商和经纪人外,还包括个人在内的其他投资者。柜台交易的证券自营商不收佣金,除股票外,公债、公司债、金融债券以及大额可转让存单等均可参加柜台交易。

柜台交易这个名称起源于美国,早在西

方殖民时代就出现了,但直到近几十年才得到真正迅速地发展。各国证券交易法规大都规定:在证券交易所内买卖的证券必须是经批准正式挂牌上市的证券;在交易所内进行证券交易,必须收取最低不低于规定最低限额的佣金;在交易所内进行的一般是以 100 股为单位的整数股交易,零星碎股不易成交。于是,为了直接参与证券交易,降低交易成本,并使未正式挂牌上市的证券和零星股票得以流通买卖,各种场外交易市场尤其是柜台交易就逐渐形成并发展起来,并在证券市场中起着日趋重要的作用。如美国 1983 年柜台交易市场的股票交易额为交易所股票交易额的 7 倍,同时,大部分政府债券、90% 以上的公司债券是在柜台交易市场买卖的;在日本,95% 以上的债券流通是通过柜台交易市场进行的。

柜台交易市场的功能也是显而易见的。它为已发行的证券提供了转让的场所,在证券交易所上市交易的证券只是一部分,相当部分的证券在发行后不可能上市交易,柜台市场为企业发行的未上市证券创造了交易渠道和交易机会,从而有利于公司证券的发行,有利于中小公司筹措所需的资金;它为那些新发行证券提供了一个极其巨大而方便的销售网络,也可将新发行证券通过柜台交易销售给众多投资客户;它有助于减少巨额证券交易的交易成本;它还为那些出于种种原因不便上市的公司证券提供了一个流通场所;它能二次分销巨额证券并且不冲击市场,巨额证券的持有者如信托基金、保险公司等有

时出售的证券数量巨大,为防止行市大幅度波动,往往通过柜台交易象推销新发行证券那样销售给投资者。正因为具有上述功能,所以柜台交易在世界证券市场上盛行百年不衰,而在我国近年来迅猛发展甚至出现“一哄而上,遍地开花”的局面,这也可以说是我国股份制经济发展到一定阶段的产物。

## 二、我国柜台交易市场产生的必然性

从我国证券交易市场的发展进程来看,柜台交易市场是伴随着企业股份制改造的进行在 80 年代末应运而生的。深圳证券交易所和上海证券交易所成立之后,由于许多种类证券不能上市流通,柜台交易因而得到了迅速的发展,尤其是 90 年代,全国各地的柜台交易市场迅速蔓延开来,有些地方的柜台交易市场已具备了相当规模。

截止到 1996 年 8 月,我国已有 2 万多家企业进行了股份制改造,其中有 6000 余家股份制企业定向募集了股份,由于受上市条件及我国特有的一级市场发行“规模”等条件的限制,仅有 400 多家企业能在上交所、深交所、证券交易自动报价系统(STAQ)和全国电子交易系统(NET)中集中竞价、上市交易,这 400 余家企业仅占定向募集股份制企业的 6.7%,占股份制企业的比例仅为 2%。可见,能上市交易的股份制企业只是极少数,大多数不能上市交易的定向募集公司的股份的出路成为一个极为现实的问题,柜台交易市场就应运而生了。

我国目前所称的柜台交易市场,是指除深交所、上交所之外,部分地区证券交易中心为了使本地股份制企业股票或其他有价证券流通而开设的交易市场。早在 1986 年 9 月,中国工商银行上海信托投资公司静安证券业务部(申银证券公司前身)在代理发行上海飞乐音响公司股票后,就开办了股票买卖业务,并以挂牌方式公开委托买进和卖出股票,可谓是我国具有股票柜台交易特点的最初形

式。在深圳和上海两地设立了集中交易的证券交易所后,柜台交易市场仍若明若暗地存在和发展着。近年来,随着大批股份制试点企业,特别是不具备上市条件又急切希望已发行的股票实现流通的企业出现,使柜台交易市场的发展大有蔓延之势。至 1996 年 10 月,全国 90% 以上的大城市都有“若明若暗”的柜台市场,其中影响较大的有武汉、成都、天津、海口、青岛、沈阳、广州和西安等地的柜台交易市场。

## 三、我国柜台交易市场的现状及特点

由于我国企业股份制改造一开始就存在着行业和地区分布不均衡的现象,其产生的原因在于当初进行企业股份制改造时,实行的是先试点、后推广的政策,这样,当初被列为试点的地区或行业,股份制企业就较多,股份制改造的步伐也较快,在两个交易所上市的公司也就较多。最典型的代表是四川省,截止 1996 年 8 月份在深、沪两个交易所的上市公司有 20 多家,是上市公司最多的省份。同时,这些行业和地区的非上市募集股份公司亦较多。

由于原定向募集公司经过包装、策划、重组后,甚至是原样在交易所挂牌上市交易,投资者由此可获得较可观的经济效益,企业亦由此得到上市的许多好处,客观上刺激了其他非上市定向募集公司的股份上市交易的欲望。逐渐地定向募集股份制试点较早、工作做得较好的地方,各方股东都迫切期盼股份得以流通,由此发展起来的我国柜台交易市场带有明显的区域性。

从地域的角度看,我国柜台市场呈分散的特点,具体来说,主要反映在地点分散和投资者分散。不少地方按地方政策、法规的要求,成立了不同级次的柜台交易市场,如有的省份,定向募集股份的企业可以在不同的地市同时开展,形成了产权交易中心、证券交易中心以及特设的柜台交易中心(如地方组织

起来的自动报价系统)一窝蜂式地都上柜交易的局面。而且,目前许多地方参与柜台交易的投资者,都是以地域划界流通的,即某地的柜台交易的投资者,绝大部分是本地的散户投资者。

从地方政府或组织的角度看,它们均给予一定的支持。因为许多股份化了的公司,特别是定向募集股份公司,内部职工股和法人股的持股人有迫切期望其流通的欲望,在没有柜台交易之前,不少地方这部份股份的流通实际上是处在“自由市场交易”或“黑市交易”的局面,同时产生了许多纠纷和社会问题。为了避免或尽可能少出“纰漏”,不少地方就组织起了柜台交易,同时,地方政府亦在交易过程中取得了一定的佣金和管理费收入。

定向募集股份企业积极参与柜台交易。由于受到上市条件及上市“额度”等条件限制,一些企业的股份长期无法流通,特别是一些法人机构,积压了大批资金,他们迫切希望股份流通。据不完全统计,我国到1996年10月,有200余家定向募集企业参与了各种形式的柜台交易,但这仅占定向募集企业的1/30,目前的现实情况是这类企业中的绝大多数都准备申请或正在申请加入柜台交易。

各地柜台交易市场管理水平参差不齐,对上柜交易企业要求差异性较大。由于我国目前尚无全国统一的柜台交易条例及相配套的法规,各地均根据本地区、本部门的实际情况,制定了一些有关柜台交易的规定,由于地区间的实际情况不完全相同,造成了各地对上柜交易企业要求的不一致性。而各地交易规模亦差异甚大,有些地方有几十家公司在上柜交易,有些地方只有几家公司在交易。从管理水平和设备的先进程度看,差异亦颇大,最为先进的,已经建立了自动报价系统,有的地方还制定了与深、沪交易所相类似的管理文件及框架。

各地柜台市场交易活动的活跃程度迥异。有些地方的柜台交易日成交金额高达几千万元,最高的近亿元,而有些地方的柜台交易日成交金额只有几万元;有些地方柜台交

易股价已高达十几元,有些地方柜台交易股价只有一、两元。而历史遗留问题股份制公司的上市,成功的一级半市场炒作,加剧了各地柜台交易、自由市场交易及黑市交易的热度。

#### 四、我国柜台交易市场存在的问题

我国柜台交易市场在我国建立社会主义市场经济、推动国有企业的股份制改造及发展新时期证券市场等方面均起了积极作用,但仍然存在着不少问题。这些问题集中表现在以下几个方面:

无法可依,各自为政。由于决策层对于我国是否要发展柜台交易市场至今仍无明确态度,致使我国柜台交易市场缺乏法律约束,交易规则、信息披露和上柜标准等均只能依各地自定的原则,存在着一定程度偏差,投资者权益得不到有效保护。从我国现有的涉及股票交易的法律法规如《公司法》《股票发行与交易管理暂行条例》《证券交易所管理办法》以及《禁止证券欺诈行为暂行办法》等来看,均未对柜台交易作出明确规定。就是在柜台交易发展初期,中国人民银行下发的《关于设立证券交易代办点有关问题的通知》,也只对开办从事类似柜台交易业务的证券经纪资格作出了限定。时至今日,我国柜台交易市场已存在了10年且呈大发展之势,但尚无有关柜台交易的法规。既无明确的规范性文件,则无统一的上柜标准、信息披露制度,交易规则的建立当然也就无从谈起,开办此项业务的地区性市场也就只能各自为政。在这种状况下,目前柜台交易市场的混乱格局也就具有一定的必然性。

缺乏严格的上柜标准。由于一些开办柜台交易的地方缺乏严格的上柜标准,致使上柜企业良莠不齐,助长了人为造市、哄抬价格等违规行为,从而背离了证券市场的价格发现功能。个别企业的发起人所持股份也通过柜台交易市场流通在外,非法转让,违背了我国《公司法》关于发起人持有本公司股份在法定经营期限内不能流通的规定,这就可能会

引发以创立公司为名进行的违法投机、谋取私利等行为的出现,损害了股份制企业的健康发展。一些企业的内部职工股已通过柜台交易市场大量违规流通在外,为股票上市后发生操纵市场、内幕交易行为留下了隐患。一些企业利用柜台交易市场新增发股票上柜交易,使历史遗留问题企业股票流通问题解决后又出现新问题,人为延迟了中国股市的规范化进程。

缺少完善、先进的信息披露制度。目前柜台交易市场行情报价尚处于各自为政的状态,加之技术手段不够先进,使协议价格不但不能真实地体现买卖双方合意的法律要素,而且为人为造市行为大开方便之门,即使投资者利益因此而遭受损害却无法得到法律保护,同时客观上也制约了柜台交易市场的发展。

此外,各地柜台交易市场管理体制各不相同,硬件设施参差不齐,市场规模和运作效率也差异较大。这些柜台市场有仿效深圳证券交易所体制建立的,也有仿效上海证券交易所体制建立的,还有仿效美国的全美证券商协会自动报价系统(NASDAQ 系统)建立的,给集中统一管理带来了困难,而且,目前柜台交易市场有遍地开花的趋势,各地从自身局部利益出发,无论是否具备条件均盲目上马柜台交易,有些柜台市场交易清淡,市场运作效率低下,无法实现其市场功能,也造成了社会资源的极大浪费。

由此可见,我国柜台交易市场的出现有其一定的理由和合理性的一面,但也存在着不容忽视的问题。倘若任其发展,势必造成失控的局面,进而影响到证券市场的稳定健康发展,干扰金融秩序。权衡利弊,限制柜台交易比提倡柜台交易在目前更为合理。另外,从长远来看,股份制改革的历史遗留问题待条件成熟后,可逐步采取相关措施解决,这只是个时间问题。如果在现在条件不具备的条件下强行解决,不仅无助于问题的解决,甚至会大大推迟解决问题的进程。所以,在1996年8月份中国证监会要求各有关部门和地区对

柜台交易进行清理并禁止新开各种形式的柜台交易。

## 五、我国目前不宜提倡和发展柜台市场

谈论证券市场的发展离不开国家的经济现状,作为社会经济“晴雨表”的证券市场,不可能孤军深入,其发展和成熟程度必然受制于经济因素。证券市场作为市场经济的重要组成部分,其源泉和动力也深藏于市场经济体制和新型的企业制度之中。

回顾我国证券市场发展的历史就不难发现,我国证券市场从孕育到诞生都是与市场经济体制的建立同步的。也就是说,我国证券市场并非象西方发达国家那样是在经过市场经济充分发展之后再出现的。而且在发展速度上,我国的证券市场只用了几年时间就走完了西方国家几十年乃至上百年才走完的路,这曾使世界为之震惊,但这并不是说我们发展证券市场就可以完全离开市场经济条件长驱直入,只能提醒我们在发展证券市场上应更注重积极稳妥。

如果从1992年邓小平同志南巡讲话中提出建立社会主义市场经济的英明论断算起,我们正式提出要搞市场经济也只有6年的时间,在短短6年时间内市场经济成长的程度是不可高估的。尽管我们已进行了17年的改革开放,在建立社会主义市场经济体制方面已经迈出了很大的步伐,但基础还十分薄弱,旧的计划经济的因素还在某些领域,某些环节和某些地区顽强地生存着,并起着很大作用,离成熟的市场经济体制还存在着很大的距离,因此,市场经济的要素在我国并不全面,也不可能很发达;作为证券市场的关键因素的上市公司和已进行股份制改造的企业,其质量参差不齐,尚有许多企业只是改名不改制,“新瓶装旧药”;这也严重制约了证券市场的发展;作为证券市场本身来说,其各种因素也并不是很健全,因此推进速度也不宜过快。

可以说,从我国证券市场建立的那天起,就存在着是快还是慢的两种发展观。主张快的人认为,只要我们把成熟证券市场的做法和经验拿过来,就可以走捷径,加快证券市场的建设步伐。主张慢的人认为,我们搞证券市场的各种条件还不成熟,经验也较缺乏,因此不宜匆忙推进。经过1995年我国国债期货市场的“3·27风波”,后一种观点逐步成为占主导地位的观点。

按照这种思路,我国目前的证券市场尚处于初步发展阶段,既应积极发展又要力求稳妥,宁肯慢些,但要稳些,不能再出现国债期货那样大的波折。如果从证券市场的层次和布局来看,柜台交易属于较集中统一竞价交易低一个层次的市场,从国家实行证券市场发展的思路看,是暂时不予考虑的,即目前主要是巩固和发展以深交所和上交所为核心的全国性证券市场,而其他地方性或区域性以及各种非正规的证券交易,都处于受限制之中,有许多是不予支持和承认的,而柜台交易市场正属于此类。

## 六、清理柜台交易市场的意义

从我国经济发展实际条件和市场经济成熟程度以及国家金融政策导向看,对已有的柜台交易进行清理并禁止新开各种形式的柜台交易是完全正确的,这一政策的逐步落实必将有助于我国证券市场的稳定健康发展。

清理柜台交易有利于我们集中精力办好深圳和上海两个证券交易市场。我国证券市场目前正处于初级阶段,主要的特征表现在两个方面,一方面是深沪两个证券市场迅速发展,为我国企业直接融资、转换经营机制立下了汗马功劳;另一方面是与国际上成熟的证券市场相比,深沪两个交易所仍处在较幼小阶段。因此,我国《国民经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标纲要》明确提出,要“积极稳妥地发展债券、股票融资,进一步完善和发展股票市场”。而如果各地分封割

据,从各地而不是全局利益出发,各搞一套柜台交易系统,就会造成人力、物力、财力的分散使用,不利于集中精力办好现有的深圳、上海两个比较规范、比较成熟的证券市场。

清理柜台交易有利于规范股份制企业的运作。目前各地的柜台交易系统,对上柜交易的企业没有严格、规范的标准,对企业的经营运作缺乏必要的监管,对上柜企业的信息披露没有严格的要求。而深交所和上交所对上市企业则已建立了较为规范的标准,主承销商对要求上市的企业还有一个辅导期。这就使在深交所和上交所上市的企业能够规范地运作,并能通过这批上市企业的表率作用,推动当地企业建立现代企业制度,深化企业改革。

清理柜台交易有利于保护投资者的利益。由于柜台交易法规不健全,对上柜企业筛选不够严格,信息披露也不够规范,因而致使柜台交易的参与者,尤其是中小投资者的利益得不到有效的保障。柜台交易的混乱状况是一些不成熟的投资者吃亏上当的根源,也给一些善于钻营欺诈之徒提供了可乘之机。通过对各种柜台交易的清理实际上是为广大投资者堵住了投资受损的漏洞,将会使投资者承担的风险减少。同时,对于稳定金融秩序,减少资金体外循环和浪费也将起到积极作用。

清理柜台交易有利于活跃深沪两地证券市场。各地的柜台交易分流了证券市场上的资金,影响了两个证券市场交投的活跃程度,不利于其市场功能的充分发挥。清理柜台交易将促使投资证券的社会资金流向运作较为规范的深圳和上海两个证券市场,使深沪两个证券市场能够更加成熟、更加规范、更趋活跃,充分发挥其直接融资功能;并在全国各地的支持下,保持长期健康、持续发展的良好态势,为今后市场条件具备后建立其他层次和其他类型的证券市场创造条件,提供经验。

(责任编辑:曾国安)